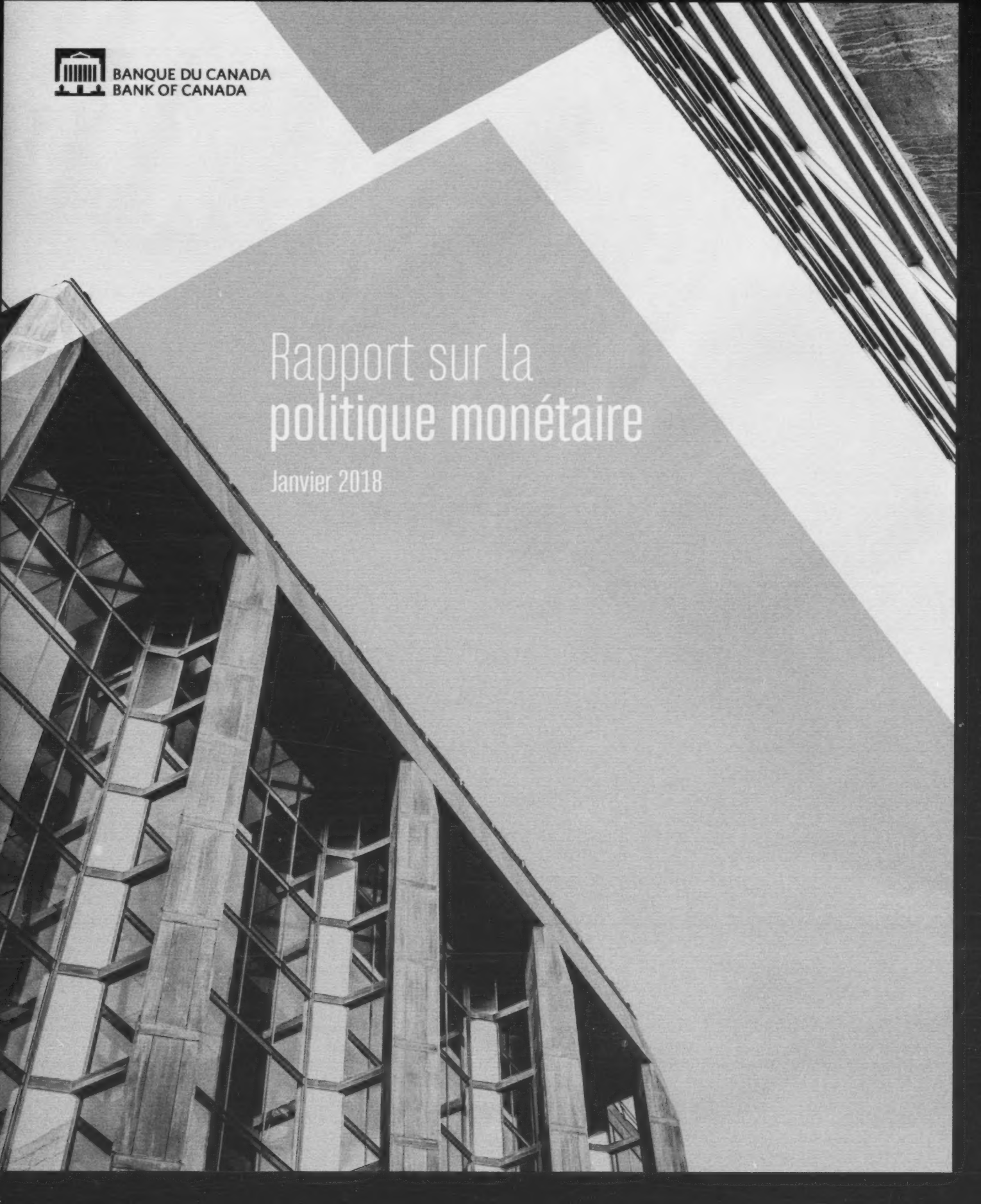
BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2018



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la TPS, peuvent occasionner des fluctuations considérables de l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC — elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le document d'information publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada, 2018

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2018

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé
de Stephen S. Poloz, Carolyn A. Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

- Les États-Unis 2
- Les autres économies avancées 3
- L'inflation 3
- Les pays émergents 4
- Les conditions financières 5
- Les prix des produits de base 5

L'économie canadienne 7

- L'évolution de la production potentielle 8
- Encadré 1 : Principaux éléments du scénario de référence 9
- Les perspectives économiques 12
- Les conditions financières 12
- Les dépenses des ménages 12
- Les investissements des entreprises 14
- Les exportations 16
- Les perspectives d'inflation 17

Les risques entourant les perspectives d'inflation 19

L'économie mondiale

La croissance économique continue de se renforcer et de s'étendre à un nombre grandissant de pays. La vigueur de l'économie américaine se maintient; de même, la croissance s'est raffermie dans d'autres économies avancées et nombre d'économies de marché émergentes. Le profil de croissance de l'économie mondiale est un peu plus favorable que celui exposé dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la croissance devant s'établir en moyenne à quelque 3 ½ % au cours de la période 2017-2019 (**Tableau 1**). Les perspectives pour les économies avancées se sont améliorées par rapport à ce que la Banque entrevoyait en octobre : la croissance économique des États-Unis a notamment été révisée à la hausse, compte tenu du dynamisme accru et de la récente loi sur la réforme fiscale. Parallèlement, même si l'inflation demeure sous la cible dans les économies avancées, la Banque s'attend à ce qu'elle augmente.

Les perspectives de l'économie mondiale restent entachées d'une incertitude considérable, surtout en ce qui concerne l'évolution de la situation géopolitique et la politique du commerce extérieur. Pour le Canada et le Mexique, l'effet modérateur qu'exerce l'incertitude liée à la politique du

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2016	2017	2018	2019
États-Unis	15	1,5 (1,5)	2,3 (2,2)	2,6 (2,2)	2,3 (2,0)
Zone euro	12	1,8 (1,8)	2,5 (2,3)	2,2 (1,8)	1,6 (1,6)
Japon	4	0,9 (1,0)	1,8 (1,5)	1,4 (0,9)	0,8 (0,8)
Chine	18	6,7 (6,7)	6,8 (6,8)	6,4 (6,4)	6,3 (6,3)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	33	3,6 (3,6)	4,3 (4,0)	4,2 (4,0)	4,2 (4,2)
Autres pays[d]	18	1,0 (1,0)	1,4 (1,4)	2,0 (2,2)	2,5 (2,8)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,6 (3,4)	3,6 (3,4)	3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2016 publiées en octobre 2017 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud — ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

commerce extérieur sur les investissements et les échanges a été revu à la hausse en regard des prévisions d'octobre. Cette révision reflète le regain d'incertitude causé par la renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA). Le scénario de référence de la Banque table cependant sur le maintien des accords commerciaux en vigueur pendant la période de projection.

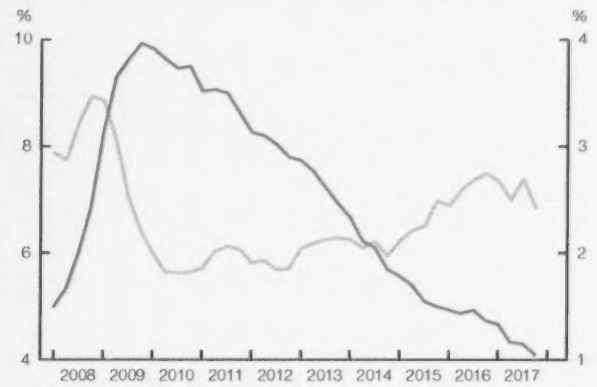
Le rythme de croissance de l'économie américaine devrait être solide

L'économie américaine a progressé à un rythme vigoureux. La croissance a dépassé les attentes au troisième trimestre, principalement en raison du raffermissement des exportations nettes. Les données mensuelles récentes, telles que les données relatives à la consommation des ménages et aux mises en chantier, indiquent également un dynamisme plus marqué. Le marché du travail a continué de s'améliorer même si la croissance des salaires demeure modeste (**Graphique 1**). Le taux de chômage recule, le taux d'activité de la population dans la force de l'âge augmente, et des gains notables ont été observés récemment au chapitre de l'emploi : on estime maintenant qu'il s'est créé environ 165 000 nouveaux postes par mois en moyenne au cours des six derniers mois. Les indicateurs de la confiance des entreprises et des consommateurs sont également restés élevés.

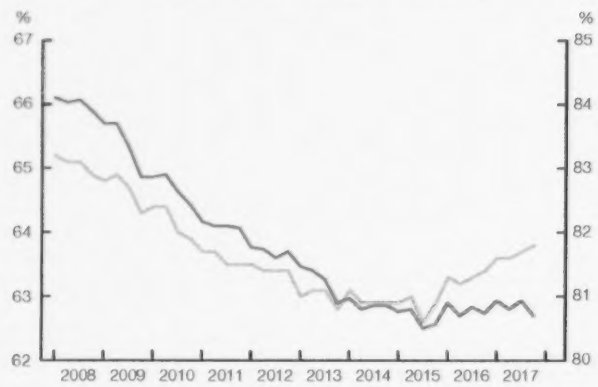
La projection intègre les dispositions de la réforme fiscale votée dernièrement. La Banque postule que les réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers et de l'impôt des sociétés seront d'environ 600 milliards de dollars américains d'ici la fin de 2019[1]. L'augmentation du revenu disponible des ménages induite par la baisse de l'impôt sur le revenu des particuliers devrait stimuler les dépenses des ménages. Cet effet sera toutefois sans doute relativement modeste puisque la répartition des réductions d'impôt

Graphique 1 : Le marché du travail américain s'est raffermi, mais la croissance des salaires demeure modeste

a. Taux de chômage et salaires horaires, données trimestrielles



b. Taux d'activité de la population civile, données trimestrielles



a. Les travailleurs dans la force de l'âge sont ceux âgés de 25 à 54 ans.
Source : Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics
Dernière observation : 2017T4

1 Cette estimation repose sur des analyses effectuées par la commission fiscale conjointe (Joint Committee on Taxation) du Congrès américain.

favorise les contribuables à revenu élevé, qui dépensent généralement une plus petite fraction de toute économie d'impôt. Conjuguée à un traitement fiscal plus avantageux des dépenses d'investissement, la diminution du taux fédéral d'imposition des sociétés devrait entraîner des dépenses d'investissement supplémentaires de la part des entreprises. Combinées, ces dispositions de la réforme fiscale devraient ajouter 0,5 % au niveau du produit intérieur brut (PIB) en 2019[2].

Dans l'ensemble, la croissance devrait avoisiner 2½ % en moyenne pour la période 2017-2019, ce qui représente une hausse par rapport à ce que la Banque envisageait dans le *Rapport* d'octobre. Cette projection se fonde sur un dynamisme de l'activité économique plus important que prévu ainsi que sur les dispositions de la réforme fiscale. La dynamique sous-jacente des perspectives économiques demeure largement inchangée. La consommation devrait progresser à un bon rythme, à la faveur de facteurs fondamentaux robustes, dont un marché du travail vigoureux. La Banque s'attend à ce que les investissements des entreprises bénéficient du rythme d'expansion de la demande privée, qui devrait être soutenu, ainsi que des changements fiscaux. En revanche, les exportations nettes freineront probablement la croissance.

Le scénario de référence est entaché d'une incertitude considérable. Fait important, la croissance pourrait être moins vigoureuse si une politique du commerce extérieur beaucoup plus protectionniste était adoptée.

D'autres économies avancées affichent des signes d'intensification de l'activité économique

La croissance dans la zone euro a été supérieure aux prévisions et demeure généralisée dans l'ensemble des pays de la région. Les données récentes, notamment des indicateurs signalant une amélioration du marché du travail et une confiance élevée, laissent entrevoir un plus grand dynamisme.

Au Japon, la croissance du troisième trimestre a été supérieure aux attentes. Les mesures de l'activité des entreprises et des conditions économiques ont progressé, signe que les perspectives de croissance sont plus fortes que ce qui avait été évalué précédemment.

Au vu de ces évolutions, les perspectives de croissance pour la zone euro et le Japon ont été révisées à la hausse. On s'attend encore à ce que le rythme d'expansion dans ces deux économies ralentisse au cours de la période de projection.

L'inflation devrait s'accentuer dans les économies avancées

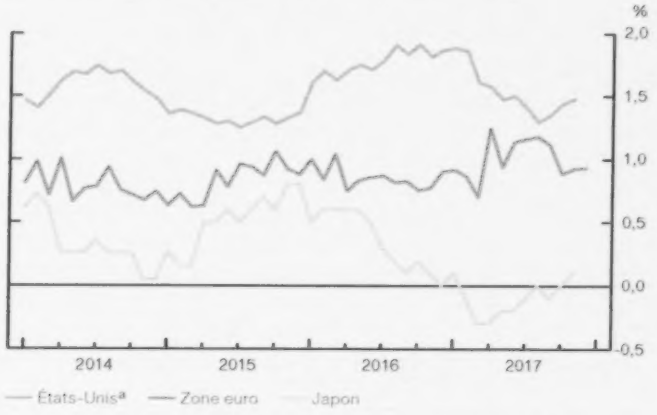
L'inflation dans les économies avancées a connu un certain mouvement haussier. L'inflation fondamentale a légèrement progressé dans plusieurs pays et régions, quoiqu'elle se situe, dans la plupart des pays, à des taux bas justifiés essentiellement par la marge de ressources inutilisées observée dans le passé sur le marché du travail (**Graphique 2**). Aux États-Unis, l'inflation fondamentale mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages s'est redressée, portée surtout par un renchérissement des services, en particulier dans le secteur financier et dans le domaine des télécommunications.

---

2 L'effet total sur la demande globale et le PIB est fondé sur des multiplicateurs tirés de la littérature économique.

Graphique 2 : L'inflation fondamentale a légèrement progressé dans certaines économies avancées

Inflation fondamentale en glissement annuel, données mensuelles



a. L'inflation fondamentale des États-Unis est mesurée à l'aide de l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages (alimentation et énergie exclues), et un indice de référence des prix à la consommation est utilisé pour les autres pays et régions.

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : décembre 2017 (zone euro) et novembre 2017 (États-Unis et Japon)

Les salaires et les prix dans les économies avancées devraient monter peu à peu dans un contexte où la croissance demeure au-dessus de son niveau potentiel et où les pressions sur la capacité de production augmentent[3]. Cette évolution est par ailleurs confortée par les anticipations d'inflation des marchés, qui semblent s'être stabilisées et avoir, dans certains cas, amorcé un mouvement haussier après une baisse tendancielle graduelle durant le premier semestre de 2017.

Les économies de marché émergentes ont enregistré une forte croissance, mais des défis subsistent

L'activité économique en Chine évolue largement comme prévu. La croissance devrait s'infléchir pour passer de quelque 6¾ % en 2017 à environ 6¼ % en 2019, l'économie étant appelée à connaître un rééquilibrage vers une trajectoire de croissance plus viable et de meilleure qualité. Ce scénario s'accorde avec la volonté des autorités chinoises de privilégier les réformes structurelles, la protection de l'environnement et la résolution des vulnérabilités du secteur financier.

Dans les autres pays émergents importateurs de pétrole, la croissance devrait atteindre un rythme moyen de l'ordre de 4¼ % pour la période 2017-2019. Elle devrait être particulièrement dynamique en Asie, où les progrès des réformes entreprises pour stimuler l'activité ont été sensibles dans certains pays. Les perspectives de croissance ont été revues à la hausse pour 2017-2018 compte tenu du raffermissement généralisé de l'activité économique dans une bonne partie des pays émergents d'Asie et

3 Cette évaluation est étayée par une synthèse des recherches publiées. Voir R. St-Cyr (à paraître), *Non-linéarité de la courbe de Phillips : un survol de la littérature*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

d'Europe. À l'opposé, le redressement de la croissance dans le groupe des « autres pays » pour 2017-2019 devrait être plus mesuré que ce qui était anticipé. En effet, l'adaptation des pays émergents exportateurs de pétrole au repli des cours de cette matière première a pris plus de temps que prévu et les efforts associés d'assainissement budgétaire sont appelés à peser plus fortement sur la croissance.

Les conditions financières ont été expansionnistes

Les conditions financières mondiales restent expansionnistes dans un contexte d'accélération de la croissance mondiale et dans un climat de basse inflation alors que la réforme fiscale progresse aux États-Unis. Les rendements des obligations d'État à long terme ont évolué à la hausse tandis que les marchés des actions affichaient une bonne tenue, tout particulièrement aux États-Unis. Simultanément, la politique monétaire dans quelques grandes économies imprime depuis octobre une pression haussière sur les taux courts. La Réserve fédérale a poursuivi la normalisation graduelle de sa politique monétaire, et les marchés s'attendent à une série de relèvements du taux des fonds fédéraux en 2018 et au-delà. La Banque d'Angleterre a également augmenté son taux directeur en novembre. Cette montée des taux courts jumelée, par comparaison, à la stabilité des taux longs a eu pour effet d'aplanir quelque peu la courbe des rendements dans le monde.

Les cours de référence mondiaux du pétrole ont progressé

Les cours de référence mondiaux du pétrole brut ont récemment atteint des niveaux supérieurs d'environ 20 % en moyenne aux prévisions de la livraison d'octobre, une poussée essentiellement causée par des facteurs d'offre. Les cours ont été alimentés par les tensions politiques que connaissent certains pays du Moyen-Orient et la mise hors service d'oléoducs, notamment en Libye et dans la mer du Nord. Devant le ralentissement de la productivité des nouveaux puits forés de pétrole de schiste, la révision à la baisse des attentes à l'égard des volumes de production du pétrole de schiste américain a également soutenu les cours, selon toute vraisemblance. De plus, l'accord entre l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et d'autres producteurs pétroliers a été prolongé en novembre de façon à maintenir les volumes de production à leurs niveaux réduits.

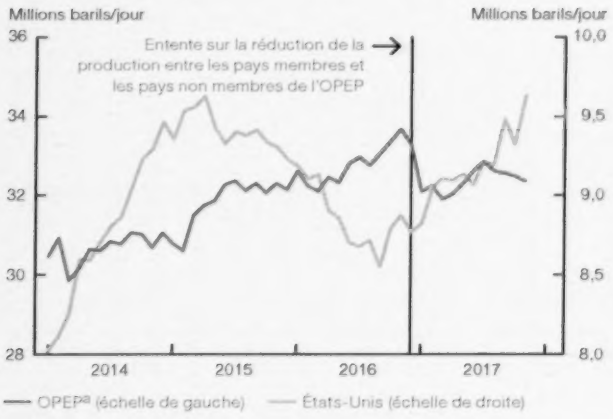
Par ailleurs, l'écart entre les cours du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canada Select (WCS) s'est très nettement creusé. Les contraintes auxquelles sont confrontés les producteurs canadiens pour le transport du pétrole ont contenu le cours du WCS, qui se situe tout juste en deçà de son niveau d'octobre, alors que le cours du WTI n'a cessé de monter.

Par convention, la Banque suppose que les cours du pétrole resteront près de leurs niveaux récents (**Encadré 1**, page 9). Ces niveaux de prix semblent concorder avec l'ajustement de la demande et de l'offre qui se poursuit sur le marché mondial de l'or noir. Les risques qui planent sur les cours mondiaux du pétrole sont orientés à la baisse pour 2018 : la production américaine de pétrole connaît une hausse constante et l'accroissement de l'activité de forage de pétrole de schiste observé dernièrement aux États-Unis laisse entrevoir une production encore plus importante (**Graphique 3**). Toutefois, le cours du WCS pourrait se rapprocher de celui du WTI si les difficultés de transport étaient surmontées.

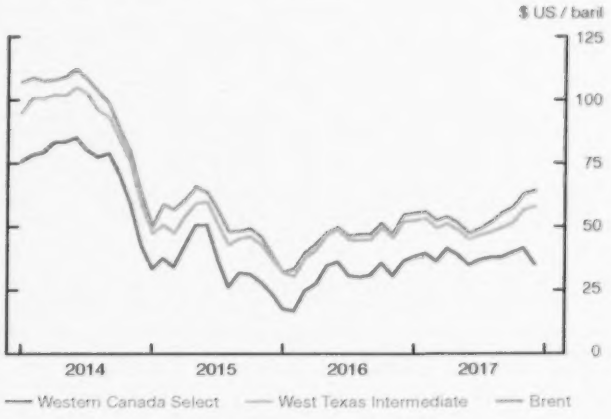
L'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque est pratiquement inchangé par rapport au mois d'octobre. Malgré une récente volatilité, les prix des métaux communs sont revenus près des niveaux d'octobre, exception faite de l'envolée des prix au comptant du minerai de fer. Les prix du bois d'œuvre ont connu une croissance modeste, portés par la forte demande associée à la hausse des mises en chantier de maisons individuelles aux États-Unis. Les prix des produits agricoles n'ont guère varié.

Graphique 3 : La production américaine de pétrole s'est redressée de façon constante

a. Production de pétrole brut, données mensuelles



b. Prix du pétrole brut, données mensuelles



a. OPEP : acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole

Sources : Agence internationale de l'énergie, places boursières par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : novembre 2017 (production) et décembre 2017 (prix du pétrole brut)

L'économie canadienne

L'économie canadienne a crû fortement en 2017 et tourne maintenant près des limites de sa capacité. À court terme, la croissance de l'économie devrait avoisiner 2,5 % en moyenne, puis ralentir pour se situer près de celle de la production potentielle.

L'activité économique est soutenue par une politique monétaire et des conditions financières encore expansionnistes ainsi que par les dépenses publiques en infrastructure. La contribution des dépenses des ménages à la croissance devrait diminuer, les gains robustes enregistrés récemment au chapitre de l'emploi et l'expansion du revenu des ménages étant appelés à ralentir. Parallèlement, la contribution à la croissance apportée conjointement par les exportations et les investissements des entreprises devrait augmenter en phase avec la demande étrangère. Étant donné ces changements attendus dans la composition de la demande, l'économie devrait progresser à un rythme plus soutenable.

Les facteurs fondamentaux sur lesquels repose le profil de croissance du PIB se sont raffermis depuis octobre. Les perspectives des exportations se sont améliorées compte tenu des prévisions plus optimistes aux États-Unis et des cours plus élevés des produits de base. En outre, une réévaluation selon laquelle les facteurs fondamentaux du marché canadien du logement sont plus vigoureux a relevé le profil de l'investissement résidentiel. Cependant, l'incertitude entourant la renégociation de l'ALENA s'est accentuée, et pèse davantage sur les perspectives des investissements et des exportations.

Selon les estimations de la Banque, l'économie a progressé de 3,0 % en 2017. La vive expansion a amené la production près de son potentiel, et s'est accompagnée d'une réduction appréciable des ressources inutilisées sur le marché du travail. La croissance devrait ralentir pour s'établir à 2,2 % en 2018 et à 1,6 % en 2019 (**Tableau 2** et **Encadré 1**).

L'inflation mesurée par l'IPC s'est redressée pour atteindre 2,1 % en novembre, ce qui est attribuable à des hausses plus importantes des prix de l'essence et des automobiles. L'inflation devrait fluctuer à court terme, divers facteurs temporaires positifs et négatifs — à savoir ceux liés aux prix de l'essence, de l'électricité et des aliments — s'estompant dans des laps de temps différents.

L'inflation devrait continuer d'avoisiner 2 % durant la période de projection.

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
Points de pourcentage[a, b]

	2016	2017	2018	2019
Consommation	1,3 (1,4)	2,1 (2,1)	1,6 (1,3)	0,9 (1,0)
Logement	0,3 (0,2)	0,2 (0,2)	0,1 (0,0)	-0,1 (-0,2)
Administrations publiques	0,7 (0,5)	0,5 (0,4)	0,4 (0,4)	0,2 (0,2)
Investissements fixes des entreprises	-1,1 (-1,0)	0,2 (0,2)	0,4 (0,4)	0,3 (0,3)
Total partiel : demande intérieure finale	1,1 (1,1)	3,0 (2,9)	2,5 (2,1)	1,3 (1,3)
Exportations	0,3 (0,4)	0,3 (0,5)	0,6 (0,6)	0,9 (0,8)
Importations	0,3 (0,2)	-1,1 (-1,0)	-0,6 (-0,5)	-0,6 (-0,6)
Total partiel : exportations nettes	0,6 (0,6)	-0,8 (-0,5)	0,0 (0,1)	0,3 (0,2)
Stocks	-0,2 (-0,3)	0,8 (0,7)	-0,3 (-0,1)	0,0 (0,0)
PIB	1,4 (1,5)	3,0 (3,1)	2,2 (2,1)	1,6 (1,5)
Pour mémoire (taux de variation)				
Fourchette de la production potentielle	de 1,1 à 1,5 (de 1,1 à 1,5)	de 1,0 à 1,6 (de 1,0 à 1,6)	de 1,1 à 1,7 (de 1,1 à 1,7)	de 1,1 à 1,9 (de 1,1 à 1,9)
Revenu intérieur brut réel	0,8 (0,8)	3,9 (4,0)	2,4 (2,3)	1,7 (1,6)
Inflation mesurée par l'IPC	1,4 (1,4)	1,6 (1,5)	2,0 (1,7)	2,1 (2,1)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

L'évolution de la production potentielle est un enjeu essentiel

Comme l'économie canadienne tourne près des limites de sa capacité, la Banque cherche à déterminer si la forte demande incite les entreprises à intensifier leurs investissements, les entrepreneurs à créer des entreprises et les individus à intégrer la population active ou à accroître leur nombre d'heures de travail. Toutes ces évolutions sont susceptibles d'augmenter la croissance de la production potentielle. Par ailleurs, la Banque suit de près la dynamique des salaires et de l'inflation, y compris les conséquences de la mondialisation et de la technologie, afin d'analyser les interactions entre la capacité de production et les pressions inflationnistes au sein de l'économie.

Les révisions apportées aux données historiques depuis octobre portent à croire que le niveau des investissements des entreprises est beaucoup plus élevé depuis le début de 2014 qu'on ne l'avait d'abord estimé. Ce profil plus favorable implique un stock de capital plus important et une plus grande capacité de production. En conséquence, le niveau estimatif de la production potentielle au troisième trimestre de 2017 a été révisé à la hausse de 0,2 % comparativement au chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre.

La croissance des investissements des entreprises a repris en 2017

Les investissements des entreprises ont accru la capacité de production en 2017. Ce phénomène a été accentué par les dépenses publiques en infrastructure. Au premier semestre de l'année, la croissance des investissements des entreprises a connu un rebond robuste et généralisé. Elle est demeurée soutenue au troisième trimestre, grâce à une nouvelle contribution appréciable apportée par les investissements en machines et matériel. De plus, le rythme de création d'entreprises a légèrement progressé au troisième trimestre, tiré par le secteur de la production de biens.

L'utilisation grandissante des capacités devrait favoriser la poursuite de la solide croissance des investissements et, partant, entraîner une expansion de l'appareil de production. Les données pour le troisième trimestre de 2017 font état de taux d'utilisation qui étaient en hausse dans la plupart des branches d'activité. En outre, les réponses à la plus récente enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises indiquent que les pressions sur la capacité de production se sont encore accentuées au quatrième trimestre et que la marge de capacités excédentaires se limite maintenant pour l'essentiel aux régions productrices de pétrole et de gaz. Le bond des importations de machines et de matériel liées aux investissements observé au quatrième trimestre de 2017 et le raffermissement des intentions d'investissement mis en lumière par l'enquête sur les perspectives des entreprises laissent entrevoir une vigueur durable des investissements.

Encadré 1

Principaux éléments du scénario de référence

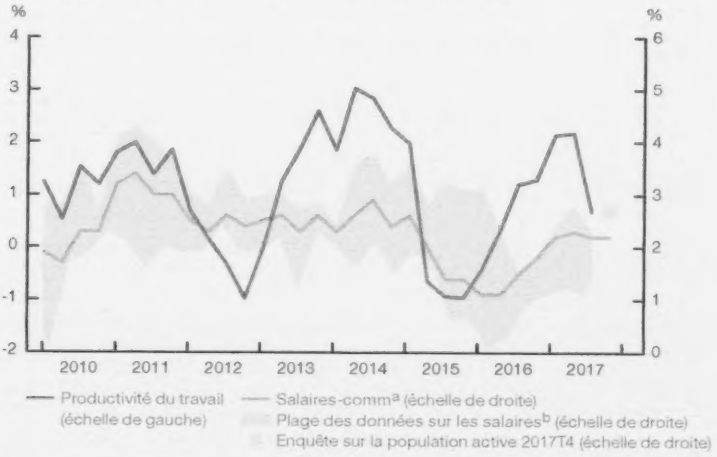
La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. La Banque examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection à celles-ci. La Banque s'appuie actuellement sur les hypothèses suivantes :

- La Banque suppose que les cours du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canada Select (WCS) s'établissent respectivement à environ 65, 60 et 35 $ US le baril. Les cours du Brent et du WTI ont connu une hausse de quelque 10 $ US par rapport à l'hypothèse formulée dans le *Rapport* d'octobre, alors que le cours du WCS a enregistré une baisse de plus ou moins 5 $.
- Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera, durant la période de projection, près du niveau moyen observé récemment, soit 79 cents, comparativement aux 81 cents et 76 cents postulés en octobre et en juillet, respectivement.
- La Banque estime que l'écart de production se situe à l'intérieur d'une fourchette de -0,25 à 0,75 % au quatrième trimestre. L'écart de production retenu dans le scénario de référence est le point milieu de cette fourchette. Cette hypothèse se compare à celle d'octobre, la Banque postulant alors un écart de production de l'ordre de -0,5 à 0,5 % au troisième trimestre de 2017.
- Le niveau des investissements des entreprises a été revu à la hausse d'environ 2,5 % à partir de 2014, ce qui implique une augmentation du stock de capital et une progression du niveau de la production potentielle, qui a été relevé de 0,2 % au troisième trimestre de 2017. Comme le niveau du produit intérieur brut a également été revu à la hausse de 0,2 %, l'écart de production estimé pour ce trimestre n'a pas été touché par les révisions. Une part importante des révisions apportées aux investissements sont maintenues pendant la période de projection, de sorte que le stock de capital devrait s'accroître plus rapidement qu'on ne l'avait supposé précédemment. La Banque estime donc maintenant que le taux d'accroissement annuel de la production potentielle avoisine 1,6 % pour la période 2018-2019, soit 0,1 point de pourcentage de plus que le taux envisagé en octobre (**Tableau 2**)[1]. De plus amples précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données dans l'annexe de la livraison d'avril 2017 du *Rapport*; les résultats d'une réévaluation complète seront présentés en avril 2018.
- Le taux directeur nominal neutre est le taux d'intérêt réel compatible avec un niveau de production correspondant au niveau potentiel et un taux d'inflation égal à la cible une fois que les effets de tous les chocs cycliques se sont estompés; on ajoute 2 % à ce taux pour tenir compte de la cible d'inflation. Au Canada, le taux neutre se situerait entre 2,5 et 3,5 %. La projection économique est basée sur le point milieu de cette fourchette, laquelle n'a pas changé depuis avril.

1 Les révisions à la hausse des investissements des entreprises reflètent principalement les données sur les estimations définitives des investissements des entreprises provenant des tableaux des ressources et des emplois publiés par Statistique Canada.

Graphique 4 : La croissance des salaires s'est améliorée, mais demeure modeste

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Pour en savoir plus, voir D. Brouillette, J. Lachaine et B. Vincent (2018), *Wages: Measurement and Key Drivers*, note analytique du personnel n° 2018-2, Banque du Canada.

b. Les données sur les salaires proviennent de l'Enquête sur la population active, de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail, des comptes nationaux et des comptes de productivité.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2017T3 (plage des données sur les salaires et productivité du travail) et 2017T4 (salaires-comm et Enquête sur la population active)

Les ressources inutilisées sur le marché du travail se sont résorbées plus rapidement que prévu

Les pressions sur la capacité de production ont également incité les entreprises à embaucher davantage. Le taux de chômage national a chuté à un niveau historiquement bas grâce aux importants gains enregistrés au chapitre de l'emploi dans l'ensemble des branches d'activité et des régions. Le nombre moyen d'heures travaillées semble maintenant s'être redressé par rapport à son creux des premiers mois de 2017. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les pénuries de main-d'œuvre sont plus manifestes et plus intenses qu'il y a un an.

Bien que la croissance des salaires se soit améliorée, les pressions salariales sous-jacentes restent modestes (**Graphique 4**)[4]. Le rythme rapide d'embauche et la vive baisse du taux de chômage ces derniers mois indiquent que la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail se résorbe plus vite qu'escompté. Toutefois, plusieurs autres facteurs devraient freiner les augmentations salariales, malgré les récentes majorations du salaire minimum. Le fort taux de chômage à long terme et le taux d'activité relativement bas des jeunes laissent supposer la disponibilité d'une main-d'œuvre additionnelle au-delà de l'expansion naturelle de la population active[5]. L'indicateur composite du marché du travail de la Banque, conçu

4 Une nouvelle mesure rendant compte de la tendance commune dans quatre sources de données montre que les pressions salariales sous-jacentes s'élevaient à 2,2 % au troisième trimestre de 2017, ce qui implique que la croissance des salaires réels est relativement basse par rapport à la croissance tendancielle de la productivité du travail. D'après une estimation préliminaire fondée sur les plus récentes données de l'Enquête sur la population active, ces pressions se seraient maintenues au même niveau au quatrième trimestre. Voir D. Brouillette, J. Lachaine et B. Vincent (2018), *Wages: Measurement and Key Drivers*, note analytique du personnel n° 2018-2, Banque du Canada.

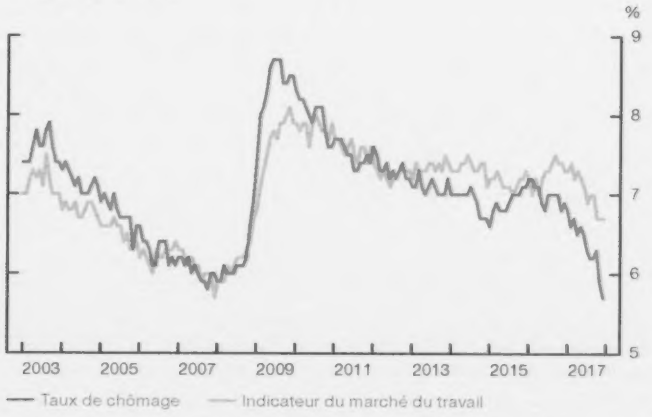
5 J. Ketcheson, N. Kyui et B. Vincent (2017), *Labour Force Participation: A Comparison of the United States and Canada*, note analytique du personnel n° 2017-9, Banque du Canada.

pour rendre compte des évolutions générales du marché du travail, a baissé dans une moindre mesure que le taux de chômage (**Graphique 5**). En outre, la concurrence internationale, vraisemblablement à l'origine d'un accroissement de l'impartition et de l'automatisation, pèse peut-être aussi sur la croissance des salaires.

Les mesures de l'inflation fondamentale ont généralement poursuivi leur ascension depuis le milieu de 2017 et ont varié entre 1,5 et 1,9 % en novembre (**Graphique 6**). Ce mouvement progressif à la hausse est en phase avec la réduction des capacités excédentaires au sein de l'économie et l'intensification graduelle des pressions inflationnistes.

Graphique 5 : **L'indicateur du marché du travail de la Banque a baissé dans une moindre mesure que le taux de chômage**

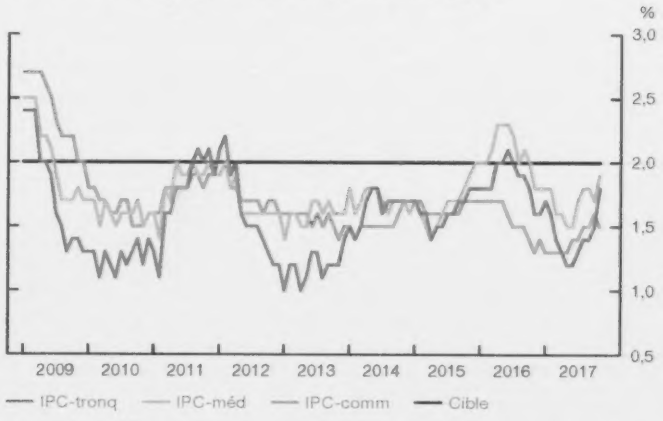
Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : décembre 2017

Graphique 6 : **Les mesures de l'inflation fondamentale ont en général augmenté**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : novembre 2017

La croissance du PIB devrait renouer avec son potentiel

Après avoir connu un premier semestre vigoureux, la croissance économique s'est modérée au troisième trimestre de 2017, comme prévu (**Tableau 3**). La croissance de la consommation est demeurée forte, et les investissements des entreprises se sont accrus à une cadence solide, quoique plus lente. Les exportations ont toutefois nettement baissé. Selon les estimations de la Banque, la croissance du PIB a été supérieure à celle de la production potentielle au quatrième trimestre, ce qui a relevé la fourchette d'estimations de l'écart de production, celle-ci s'inscrivant entre -0,25 et +0,75 %.

L'économie devrait croître plus rapidement que la production potentielle durant le quatrième trimestre de 2017 et le premier trimestre de 2018, à un rythme de 2,5 % en moyenne (**Graphique 7**). La croissance trimestrielle devrait ensuite se modérer et avoisiner en moyenne son taux potentiel. Compte tenu de ce profil d'évolution et du fait que l'économie tournait presque à plein régime au quatrième trimestre de 2017, le niveau de la production devrait suivre de près celui de la production potentielle durant la période de projection.

Tableau 3 : **Résumé des projections relatives à l'économie canadienne**
Taux de variation en glissement annuel[a]

	2017			2018	2016	2017	2018	2019
	T2	T3	T4	T1	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	1,3 (1,3)	1,4 (1,4)	1,8 (1,4)	1,7	1,4 (1,4)	1,8 (1,4)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
PIB réel	3,6 (3,7)	3,0 (3,1)	3,0 (3,1)	2,7	2,0 (2,0)	3,0 (3,1)	1,8 (1,7)	1,7 (1,5)
Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)[b]	4,3 (4,5)	1,7 (1,8)	2,5 (2,5)	2,5				

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'Encadré 1.

b. Le dernier trimestre de 2017 et le premier trimestre de 2018 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. C'est pour cette raison que le taux de variation en glissement trimestriel n'est pas présenté au-delà de cette période. Les taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

Les conditions financières restent expansionnistes

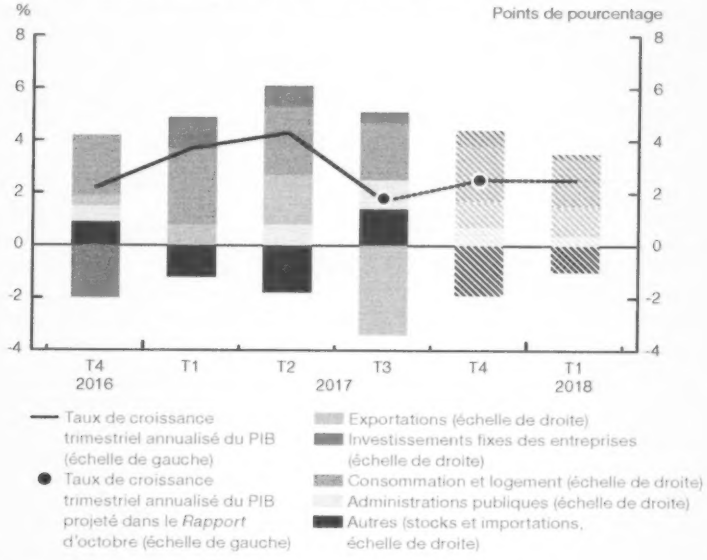
Les conditions financières se sont montrées globalement stables. Malgré les récentes hausses des taux d'intérêt, la politique monétaire au Canada demeure expansionniste et continue de soutenir le niveau de l'activité économique. Les hausses du taux directeur opérées en juillet et en septembre 2017 ont contribué à un relèvement des taux à court terme. L'accroissement de ces taux et les rendements à long terme comparativement stables ont entraîné un aplatissement de la courbe des rendements au pays, ce qui cadre avec les évolutions observées sur les marchés mondiaux. Malgré cet aplatissement, la courbe des rendements conserve néanmoins une légère pente positive. Les résultats des enquêtes sur les perspectives des entreprises et auprès des responsables du crédit révèlent que, hormis l'augmentation des taux préférentiels, les conditions du crédit aux entreprises sont demeurées essentiellement inchangées ou se sont légèrement assouplies.

La croissance des dépenses des ménages devrait ralentir

La Banque prévoit que la consommation contribuera de façon importante à la croissance à court terme, à la faveur de la forte création d'emplois et de la confiance élevée des consommateurs constatées actuellement. Cependant,

Graphique 7 : **La croissance devrait demeurer solide au quatrième trimestre de 2017 et au premier trimestre de 2018**

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2018T1

en 2018 et en 2019, la croissance de la consommation devrait se modérer, et le taux d'épargne devrait augmenter en réaction au ralentissement de la progression du revenu disponible des ménages et aux taux d'intérêt plus élevés. On s'attend à ce que ces derniers fassent augmenter le coût du service de la dette et brident ainsi la croissance de la consommation, notamment des biens durables, lesquels ont été un moteur important des dépenses ces derniers trimestres[6].

Les hauts niveaux d'endettement des ménages sont susceptibles d'amplifier l'effet des taux d'intérêt plus élevés sur la consommation, puisque le coût supérieur du service de la dette risque davantage d'imposer des contraintes à certains emprunteurs et de les forcer à modérer leurs dépenses. Depuis octobre, la Banque incorpore à son modèle de projection une sensibilité accrue de la consommation aux taux d'intérêt, mais il est encore trop tôt pour déterminer si ce comportement se manifeste dans les données sur les dépenses de consommation[7]. Si cette sensibilité accrue ne se concrétise pas, la consommation pourrait être plus vigoureuse que prévu.

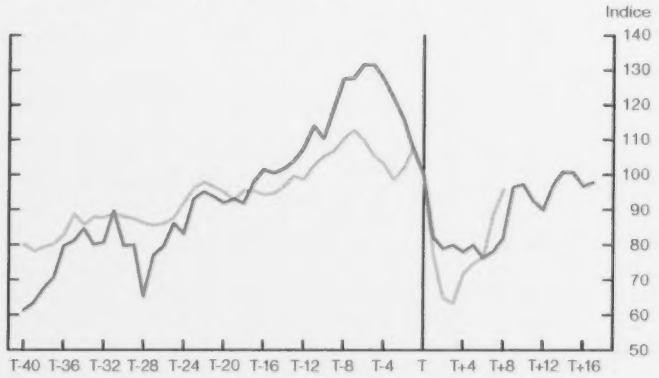
La croissance du crédit aux ménages a quelque peu ralenti depuis le premier semestre de 2017, même si certains foyers ont vraisemblablement devancé leurs emprunts en prévision de l'entrée en vigueur de la nouvelle ligne directrice B-20 du Bureau du surintendant des institutions financières

6 Les achats de véhicules automobiles, les services de communication, les autres transports et les meubles comptent parmi les catégories de consommation qui, selon les analyses du personnel de la Banque, s'avèrent les plus sensibles aux variations des taux d'intérêt.

7 Les travaux menés à ce moment laissaient supposer que l'effet sur la consommation pourrait être jusqu'à 50 % plus prononcé au cours des deux années suivant un changement persistant des taux d'intérêt lorsque le ratio des emprunts garantis des ménages au revenu disponible s'établit à 140 %, soit près de son récent sommet, que lorsqu'il se situe à 90 %, ce qui correspond à peu près à sa moyenne historique.

Graphique 8 : **Les reventes de logements à Toronto et à Vancouver augmentent par rapport aux creux touchés récemment**

Ventes résidentielles réalisées par l'intermédiaire des systèmes Multiple Listing Service, base 100 de l'indice : T, données mensuelles



— Grand Vancouver (droits de mutation immobilière additionnels imposés aux entités étrangères, annoncés en juillet 2016 : T)
— Grand Toronto (Plan de l'Ontario pour le logement équitable annoncé en avril 2017 : T)

Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2017

sur la souscription des prêts hypothécaires. Ce ralentissement cadre avec l'accroissement des coûts d'emprunt découlant des deux augmentations du taux directeur opérées en 2017.

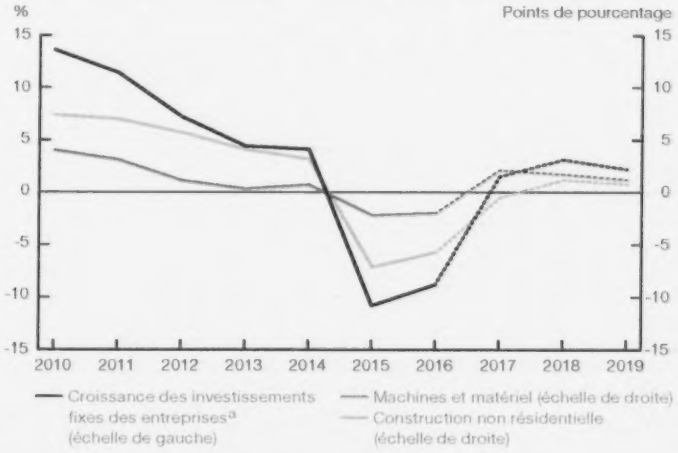
L'activité dans le secteur du logement devrait voir sa contribution à la croissance redevenir positive au quatrième trimestre de 2017, en raison surtout du rebond de l'activité de revente à Toronto (**Graphique 8**). Une partie de la vigueur de l'activité de revente dans cette ville à la fin de 2017 est peut-être attribuable au désir d'inscrire ces transactions avant la date de prise d'effet de la ligne directrice B-20. La Banque anticipe maintenant un niveau à peu près stable de l'investissement résidentiel pendant la période de projection. Elle s'attend à ce que le rythme de formation de nouveaux ménages génère une forte activité dans le marché du logement, en particulier dans le Grand Toronto, où l'offre de nouveaux logements n'a pas suivi le rythme de la demande. Toutefois, les hausses de taux d'intérêt, ainsi que les mesures macroprudentielles et les mesures concernant le logement, pèseront vraisemblablement sur l'expansion de l'investissement résidentiel, car certains acheteurs potentiels sont susceptibles de contracter un plus petit prêt hypothécaire ou de reporter leur achat.

Les investissements des entreprises devraient croître à un rythme modéré

La Banque prévoit que la contribution des investissements des entreprises à la croissance demeurera modérée au cours de la période de projection, compte tenu des effets contrastés des évolutions récentes. La croissance des investissements en machines et matériel devrait rester forte à court terme, puis ralentir quelque peu, alors que la reprise des investissements dans la construction non résidentielle gagne progressivement en vigueur (**Graphique 9**). Les facteurs fondamentaux sous-jacents sont vigoureux et se traduiraient par un profil de croissance plus robuste si ce n'était

Graphique 9 : **Les investissements en machines et matériel devraient être solides**

Contribution à la croissance des investissements réels, données annuelles



a. Les données englobent les investissements en machines et matériel, en construction non résidentielle et en produits de propriété intellectuelle, ainsi que les investissements des institutions sans but lucratif au service des ménages.

Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

l'incidence de l'incertitude accrue associée aux politiques du commerce extérieur et l'augmentation des incitations à déplacer les investissements du Canada vers les États-Unis en conséquence de la réforme fiscale américaine.

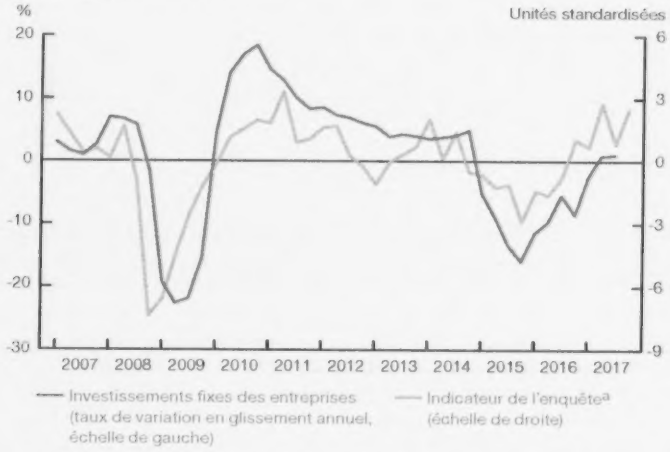
La Banque s'attend à ce que l'incertitude élevée entourant la politique du commerce extérieur des États-Unis continue de brider la croissance des investissements des entreprises. Même si, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises, les répondants ont exprimé l'intention d'intensifier leurs dépenses d'investissement, ils se préoccupent de plus en plus de la renégociation en cours de l'ALENA et de la montée du protectionnisme en général. Les investissements directs étrangers en installations nouvelles au Canada diminuent depuis le milieu de 2016, surtout ceux en provenance d'Europe mais aussi des États-Unis, un signe possible des effets de l'incertitude liée aux politiques du commerce extérieur. Par ailleurs, on s'attend à ce que cette incertitude ait pour effet de réduire d'environ 2 % le niveau des investissements d'ici la fin de 2019, soit un frein supplémentaire de 0,5 point de pourcentage par rapport à la projection d'octobre.

La réforme fiscale aux États-Unis devrait renforcer les effets de l'incertitude et ralentir encore l'expansion des investissements. Les entreprises pourraient décider de rediriger une partie de leurs dépenses d'investissement du Canada vers les États-Unis pour bénéficier de l'imposition moindre sur le revenu des sociétés. L'incidence négative de la réforme fiscale aux États-Unis sur les investissements au Canada a été intégrée à la présente projection et devrait retrancher 0,5 % au niveau des investissements d'ici la fin de 2019.

L'expansion attendue des investissements totaux des entreprises a lieu en dépit d'un recul dans le secteur de l'énergie associé à l'achèvement récent de grands projets d'exploitation des sables bitumineux et de forage en mer. Les investissements dans le pétrole et le gaz devraient être à peu près

Graphique 10 : **Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises laissent entrevoir un optimisme généralisé chez les répondants**

Données trimestrielles



a. Cette mesure se fonde sur les principales questions de l'enquête sur les perspectives des entreprises.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernières observations : 2017T3 (investissements fixes des entreprises) et 2017T4 (indicateur de l'enquête)

stables en 2018 et en 2019. Le profil a été revu à la baisse comparativement à celui exposé dans le *Rapport* d'octobre, à la lumière des nouveaux renseignements émanant des consultations tenues auprès d'entreprises du secteur de l'énergie et du ralentissement des activités de forage gazier et pétrolier constaté récemment. Malgré la hausse des cours mondiaux du pétrole, les entreprises demeurent prudentes en ce qui concerne les nouveaux projets d'investissement, étant donné les prix relativement plus bas du Western Canada Select et du gaz naturel canadien ainsi que l'incertitude au sujet de la capacité pipelinière et des conséquences d'autres changements de politiques.

Malgré l'incertitude entourant la politique du commerce extérieur des États-Unis, la projection concernant les investissements hors du secteur de l'énergie a été révisée à la hausse compte tenu d'une demande attendue plus forte. La Banque estime que la robustesse des facteurs fondamentaux, notamment l'intensification des pressions sur la capacité de production, l'optimisme généralisé des entreprises (**Graphique 10**) et leur besoin croissant d'améliorer leur compétitivité au moyen des technologies numériques, favorisera les investissements.

La croissance des exportations devrait augmenter durant la période de projection

La croissance des exportations a repris et la Banque s'attend à ce que ces dernières augmentent généralement en phase avec la demande étrangère. Le mouvement à la hausse des exportations a été interrompu par une forte baisse au troisième trimestre de 2017, en raison principalement de l'ajustement escompté de la production d'automobiles et de la dissipation des facteurs spéciaux ayant stimulé la croissance plus tôt dans l'année. L'expansion des exportations a repris au quatrième trimestre : les exportations de biens hors produits de base sont devenues positives, sous l'effet

du rebond des exportations de biens de consommation et de machines et de matériel. Cependant, les exportations en 2017 sont inférieures à ce que le *Rapport* d'octobre prévoyait.

Pendant la période de projection, les exportations de services et de produits de base devraient rester vigoureuses et celles de biens hors produits de base en dehors du secteur automobile, augmenter à peu près à la même cadence que la demande étrangère. Cependant, les ajustements passés des mandats de production de véhicules automobiles continueront d'exercer un effet modérateur sur les exportations de ce secteur en 2018.

Les révisions à la hausse de la croissance de l'économie américaine, principalement attribuables à l'incidence des dispositions de la réforme fiscale, devraient ajouter environ 1 % au niveau des exportations d'ici la fin de la période de projection. Cela dit, la capacité du Canada de tirer parti de l'amélioration des perspectives mondiales continue d'être entravée par l'incertitude quant au sort des accords commerciaux, laquelle a un effet négatif sur l'investissement au Canada et dans le reste du monde, et donc sur les perspectives d'exportation. On estime que l'incertitude entourant les politiques du commerce extérieur aura pour effet de freiner les exportations de 0,7 % d'ici la fin de 2019, soit 0,3 point de pourcentage de plus que ce qui avait été prévu en octobre.

L'inflation mesurée par l'IPC devrait demeurer près de 2 % durant la période de projection

L'inflation mesurée par l'IPC se serait établie à 1,8 % en moyenne au quatrième trimestre de 2017. Certains facteurs temporaires, comme les rabais passés sur les prix de l'électricité, la hausse inférieure à la moyenne des prix des aliments et la transmission des variations du taux de change, ont contribué à maintenir l'inflation en deçà de la cible au cours des derniers trimestres.

L'inflation devrait continuer d'avoisiner 2 % (**Graphique 11**). Les effets de divers facteurs temporaires devraient s'estomper dans des laps de temps différents. En particulier, il est probable que l'inflation fléchisse en janvier 2018, en raison de l'effet transitoire des prix de l'essence élevés observés un an plus tôt, puis qu'elle augmente à mesure que se résorberont les effets temporaires des fluctuations passées des prix à la consommation de l'énergie et des prix des aliments. L'effet modérateur exercé par la faible inflation des aliments devrait se dissiper d'ici le quatrième trimestre de 2018, soit trois trimestres plus tard que prévu précédemment, les évolutions et les consultations récentes laissant entrevoir un effet plus durable de l'intensification de la concurrence entre les détaillants en alimentation.

Comparativement à ce qui était présenté dans le *Rapport* d'octobre, les cours plus élevés du pétrole brut devraient rehausser le profil de l'inflation en 2018, mais les autres sources de pressions inflationnistes restent essentiellement les mêmes. La projection d'inflation intègre aussi les effets estimés des hausses récentes et prévues des salaires minimums provinciaux[8].

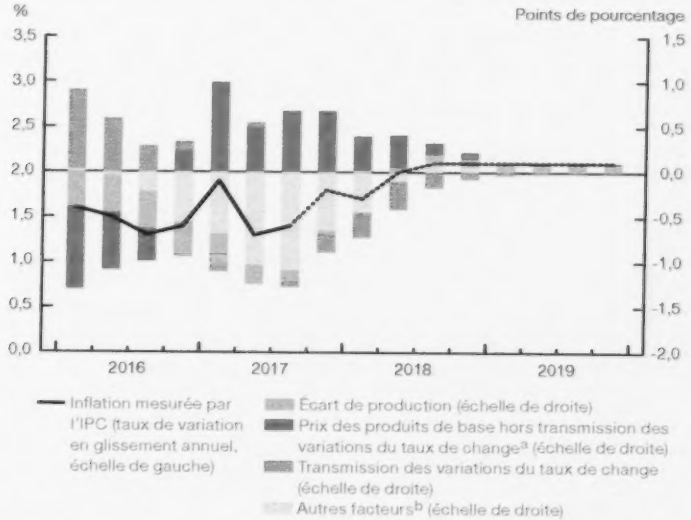
---

8 Les hausses des salaires minimums devraient faire augmenter temporairement l'inflation de 0,1 point de pourcentage en 2018. Voir D. Brouillette, C. Cheung, D. Gao et O. Gervais (2017), *The Impacts of Minimum Wage Increases on the Canadian Economy*, note analytique du personnel n° 2017-26, Banque du Canada.

Cette projection cadre avec le maintien d'attentes d'inflation à moyen et à long terme bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en décembre 2017 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 1,9 % pour 2018. Selon les réponses à une question trimestrielle sur les attentes d'inflation à long terme, les anticipations se situent en moyenne à 2 % jusqu'en 2027.

Graphique 11 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait demeurer près de 2 %

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %, données trimestrielles



a. Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

b. Du milieu de 2016 à la fin de 2018, les autres facteurs représentent principalement l'incidence prévue de l'inflation (inférieure à la moyenne) des aliments, l'incidence estimative sur le prix de l'électricité du Plan ontarien pour des frais d'électricité équitables ainsi que l'incidence estimative des hausses des salaires minimums.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'éventualité d'une montée notable du protectionnisme à l'échelle internationale demeure le plus important risque touchant les perspectives. Même si le scénario de référence de la Banque tient compte des effets négatifs de la forte incertitude concomitante sur les investissements et les exportations des entreprises, il table néanmoins sur le maintien des accords commerciaux en vigueur pendant la période de projection.

La Banque continue de surveiller l'évolution de la renégociation de l'ALENA. Selon ses calculs, en 2016, quelque 50 % des importations américaines de biens en provenance du Canada ont bénéficié du traitement tarifaire préférentiel prévu dans cet accord, la proportion variant de manière importante selon les branches d'activité[9]. En outre, la plupart des services entrent dans le champ d'application de l'ALENA. Il est difficile, à ce stade-ci, de prévoir l'issue possible des négociations commerciales, tout comme l'étendue et l'ampleur des répercussions qui en découleraient et le moment où celles-ci se feraient sentir[10].

Postulant que les accords commerciaux existants resteront en vigueur, la Banque estime que les risques planant sur sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. L'évolution des risques depuis octobre est synthétisée dans le **Tableau 4**. Bien que les risques abordés ci-après soient similaires à ceux du *Rapport* d'octobre, plusieurs d'entre eux se sont en partie matérialisés, et le scénario de référence de la Banque a été modifié en conséquence. Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte sur les risques les plus importants qui pèsent sur la projection concernant l'inflation.

1) Faiblesse des exportations canadiennes

Le scénario de référence de la Banque a été modifié pour y intégrer les retombées négatives d'une montée de l'incertitude associée à la renégociation de l'ALENA. Il reste que même si la Banque est prudente dans sa projection en matière d'exportations, les exportations de biens non énergétiques pourraient décevoir, eu égard aux défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité. Par ailleurs, les entreprises pourraient réagir à l'accroissement de la demande extérieure en investissant à l'étranger au lieu d'investir au Canada et d'exporter leur production.

9 À titre d'exemple, en 2016, près de 90 % des importations américaines de produits de transport provenant du Canada bénéficiaient d'un traitement tarifaire préférentiel, contre environ 30 % des importations de produits de base non agricoles.

10 Les divers canaux par lesquels les modifications susceptibles d'être apportées aux accords commerciaux pourraient se répercuter sur l'économie sont décrits dans l'Encadré 1 de la livraison d'avril 2017 du *Rapport sur la politique monétaire*.

2) Croissance plus rapide de la production potentielle au Canada

Bien que le scénario de référence intègre déjà, dans une certaine mesure, l'effet de la vitalité de la demande sur la production potentielle, la productivité du travail pourrait être plus forte que prévu et se traduire par une accélération de la croissance de la production potentielle[11]. En conséquence, l'inflation pourrait se révéler plus faible que ne l'entrevoyait la Banque.

3) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

Les perspectives de croissance de l'économie américaine ont été révisées à la hausse pour tenir compte du regain de dynamisme et des conséquences directes de l'adoption récente de la loi sur la réforme fiscale. Néanmoins, la croissance pourrait être encore plus forte si la réforme fiscale et les mesures de déréglementation réveillaient les « esprits animaux » dans un contexte combinant à la fois des conditions financières expansionnistes et un niveau élevé des cours boursiers et des bénéfices des entreprises. Les investissements pourraient s'en trouver dynamisés, ce qui, conjugué à des dépenses des ménages plus élevées, engendrerait des retombées positives au Canada aux chapitres des investissements et des exportations.

4) Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens

Les perspectives pour 2018 au chapitre de la consommation ont été revues à la hausse dans le scénario de référence, car des données récentes évoquent un dynamisme sous-jacent plus marqué qu'escompté. Il reste que le degré toujours élevé de confiance des consommateurs pourrait se traduire par une croissance encore plus forte des dépenses de consommation et par un taux d'épargne qui se maintient au niveau relativement bas observé récemment, voire qui diminue, au lieu d'augmenter graduellement. Les vulnérabilités associées à l'endettement des ménages s'accentueraient dans l'hypothèse où les dépenses supplémentaires seraient financées par de nouveaux emprunts.

5) Recul marqué des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe

Les déséquilibres sur le marché du logement au Canada persistent, en particulier dans les régions du Grand Toronto et du Grand Vancouver[12]. Une baisse des prix des logements freinerait probablement l'investissement résidentiel et la consommation dans ces régions. D'expérience, il n'y aurait que peu d'effets directs dans le reste du pays.

---

11. Pour des précisions à ce sujet, voir J. Yang, B. Tomlin et O. Gervais (2017), *Alternative Scenario to the October 2017 MPR Base-Case Projection: Higher Potential Growth*, note analytique du personnel n° 2017-18, Banque du Canada.

12. Pour un complément d'information, se reporter au Risque 2 de la livraison de décembre 2017 de la *Revue du système financier*.

Tableau 4 : **Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre**

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Faiblesse des exportations canadiennes	▪ L'incertitude mondiale demeure élevée. ▪ Les exportations réelles de biens affichaient en novembre une progression de 1,7 % par rapport au creux atteint en septembre. ▪ Le département du Commerce des États-Unis a maintenu sa décision d'imposer des droits sur les exportations canadiennes d'aéronefs. Il a aussi imposé des droits compensateurs sur le papier de pâte mécanique non couché comme le papier journal. ▪ L'incertitude s'est accrue s'agissant de l'avenir de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA).	▪ Les mesures de la demande étrangère ▪ Les parts du marché des exportations ▪ Les investissements des entreprises américaines et les autres sources de la demande d'exportations canadiennes ▪ Les faits nouveaux touchant les politiques du commerce extérieur
Croissance plus rapide de la production potentielle au Canada	▪ L'inflation mesurée par l'IPC s'est accrue, sous l'effet principalement de la dynamique des prix de l'essence et des automobiles, tandis que les mesures de l'inflation fondamentale ont, en général, légèrement progressé. ▪ Les mesures de l'évolution des salaires ont augmenté, après avoir touché des bas niveaux en 2016, mais les pressions salariales sous-jacentes restent contenues. ▪ Après s'être intensifiée au cours des récents trimestres, la croissance de la productivité du travail a reculé au troisième trimestre de 2017. ▪ Le taux d'utilisation de la capacité industrielle a enchaîné un cinquième trimestre consécutif de croissance au troisième trimestre de 2017. ▪ La création d'entreprises a légèrement augmenté au troisième trimestre de 2017.	▪ Les mesures de l'inflation fondamentale ▪ Les estimations de l'écart de production ▪ Les attentes d'inflation ▪ Les mesures des ressources inutilisées sur le marché du travail ▪ L'adoption de nouvelles technologies et la croissance du commerce électronique ▪ La création d'entreprises, les investissements des entreprises et la productivité ▪ Les indicateurs des intentions d'investissement et de la confiance des entreprises canadiennes
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	▪ Les chiffres les plus récents dépassent les attentes. ▪ La réforme fiscale prévoyant des baisses d'impôt a été adoptée. ▪ Les indicateurs de confiance se maintiennent à des niveaux élevés. ▪ La création d'entreprises a poursuivi sa remontée. ▪ La croissance de la productivité reste modérée malgré quelques améliorations récentes.	▪ La confiance des entreprises et des consommateurs ▪ La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle ▪ Le taux d'activité et la productivité du travail ▪ Les annonces officielles des autorités
Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens	▪ La consommation a été plus forte que prévu au troisième trimestre de 2017. ▪ En raison surtout des révisions qui ont été apportées aux chiffres passés, le taux d'épargne a reculé, pour s'établir à 2,6 % au troisième trimestre de 2017. ▪ La dette des ménages a augmenté plus rapidement que leur revenu disponible au troisième trimestre de 2017. ▪ Les ventes de véhicules automobiles ont dépassé les attentes, mais se sont tassées ces derniers mois. ▪ La confiance des consommateurs est demeurée élevée en décembre.	▪ Les ventes de véhicules automobiles et les ventes au détail ▪ La confiance des consommateurs ▪ L'activité et les prix dans le secteur du logement ▪ L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages
Recul marqué des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe	▪ L'investissement résidentiel a reculé pour un deuxième trimestre consécutif au troisième trimestre de 2017. ▪ Dans certaines régions, et à Toronto en particulier, la croissance en glissement annuel des prix des logements a ralenti ces derniers mois. ▪ Le taux d'inoccupation des logements locatifs a diminué en 2017. ▪ En décembre, les reventes de logements à l'échelle nationale avaient augmenté pendant quatre mois consécutifs. ▪ Les nouvelles règles (c'est-à-dire l'imposition de tests de résistance) applicables aux prêts hypothécaires non assurés rendues publiques en octobre par le Bureau du surintendant des institutions financières sont entrées en vigueur. ▪ La croissance du crédit aux ménages a ralenti depuis le premier semestre de 2017.	▪ L'activité et les prix dans le secteur du logement ▪ La confiance des consommateurs ▪ Les dépenses des ménages ▪ Le cadre réglementaire ▪ Le crédit hypothécaire à l'habitation